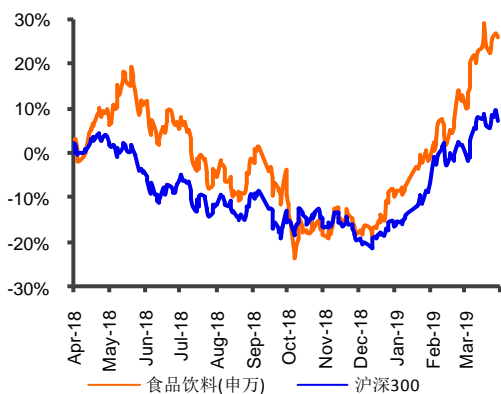


2019年4月23日

**稳中求胜—食品饮料行业周报 (0416-0422)**
**食品饮料**
**行业评级：增持**
**市场表现**

指数/板块	过去一周 涨跌幅 (%)	过去一月 涨跌幅 (%)	年初至今涨 跌幅 (%)
上证综指	1.17	3.57	28.92
深证成指	1.70	3.49	41.22
创业板指	1.84	0.22	35.74
沪深300	1.26	5.00	33.71
SW食品饮料	2.83	11.64	50.74
SW饮料制造	3.23	14.51	62.72
SW食品加工	1.92	5.62	29.15

**指数表现 (最近一年)**


资料来源：Wind，华鑫证券研发部

分析师：万蓉

执业证书编号：S1050511020001

电话：021-54967577

 邮箱：[wanrong@cfsc.com.cn](mailto:wanrong@cfsc.com.cn)

华鑫证券有限责任公司

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路750号

邮编：200030

电话：(86 21) 64339000

 网址：<http://www.cfsc.com.cn>

● **上周行情回顾：**上周各大指数都呈现了不同程度的上涨，其中上证综指、深证成指、创业板和沪深300指数涨跌幅分别为+1.17%、+1.70%、+1.84%和+1.26%。申万28个一级指数中，排名前三的分别为通信、采掘和农林牧渔，涨跌幅为+8.25%、+5.02%和+4.29%；上涨幅度排名后三位的是房地产、建筑材料和商业贸易，分别为-3.14%、-0.83%和-0.39%。食品饮料板块上涨2.83个百分点，跑赢沪深300指数1.57个百分点，在28个一级行业指数中排第八位。大多数子板块都实现了正收益，涨跌幅排名前三的分别是啤酒(+5.00%)、白酒(+4.25%)和乳制品(-1.19%)，其他酒类(-4.85%)、软饮料(-1.67%)和葡萄酒(-1.43%)分列后三位。

● **行业及上市公司信息回顾：**2018年中国市场推出的咸味零食数量占全球新品总数的11%；营收9.14亿，净利1.2亿，甘源食品冲刺A股；CBN DATA：2019淘宝吃货大数据，什么食品深的人心；百事公布2019一季报，营收128.8亿美元，净利润14.1亿美元；2019年1-3月中国啤酒产量846.7万千升，增长3%；德国啤酒价格上扬海外需求有增无减；推动中国乳业多元发展，优化乳制品结构；香飘飘一季度果汁茶收入1.71亿元，即饮业务开启高速增长；尼尔森：中国白酒市场分析报告；600吨飞天茅台直投商超、卖场，要求价格可控、流向可查。

● **本周观点：**最近两周食品饮料板块表现比较平稳，主要是受大盘整体影响，北上资金短期出现净流出，体现了防御板块的特性。我们始终认为，食品饮料始板块具备良好的抗风险能力，长期来看，板块中仍有部分优质公司估值相对较低，可以择机进行配置建议关注区域型白酒龙头、休闲食品、保健品等以及此类行业中估值具有相对优势的上市公司，如贵州茅台、五粮液、山西汾酒、古井贡酒、好想你、汤臣倍健、西王食品等。

● **风险提示：**消费增速不达预期、行业政策变动风险、食品安全问题等。

## 目录

1. 市场行情回顾.....	3
1.1 上周 SW 食品饮料跑赢沪深 300 指数 .....	3
1.2 上周 SW 食品饮料各子板块表现 .....	3
1.3 2019 年初至今 SW 食品饮料指数排名第三.....	4
1.4 估值处于历史中位水平.....	5
2. 行业及公司动态回顾.....	5
2.1 2018 年中国市场推出的咸味零食数量占全球新品总数的 11% .....	5
2.2 营收 9.14 亿，净利 1.2 亿，甘源食品冲刺 A 股.....	6
2.3 CBN DATA：2019 淘宝吃货大数据，什么食品深的人心 .....	6
2.4 百事公布 2019 一季报，营收 128.8 亿美元，净利润 14.1 亿美元 .....	7
2.5 2019 年 1-3 月中国啤酒产量 846.7 万千升，增长 3%.....	7
2.6 德国啤酒价格上扬海外需求有增无减 .....	7
2.7 推动中国乳业多元发展，优化乳制品结构 .....	8
2.8 香飘飘一季度果汁茶收入 1.71 亿元，即饮业务开启高速增长.....	8
2.9 尼尔森：中国白酒市场分析报告 .....	9
2.10 600 吨飞天茅台直投商超、卖场，要求价格可控、流向可查 .....	9
3. 本周观点.....	10
4. 风险提示.....	10

## 图表目录

图表 1：上周 SW 一级行业指数排名（单位：%） .....	3
图表 2：上周 SW 食品饮料各子板块排名（单位：%） .....	4
图表 3：2019 年初至今 SW 一级行业排名（%） .....	4
图表 4：2019 年初至今 SW 食品饮料各子行业排名（%） .....	4
图表 5：SW 一级行业估值水平（单位：倍） .....	5
图表 6：SW 食品饮料静态估值（PE/TTM） .....	5
图表 7：一号店白酒价格（单位：元） .....	10
图表 8：京东白酒价格（单位：元） .....	10

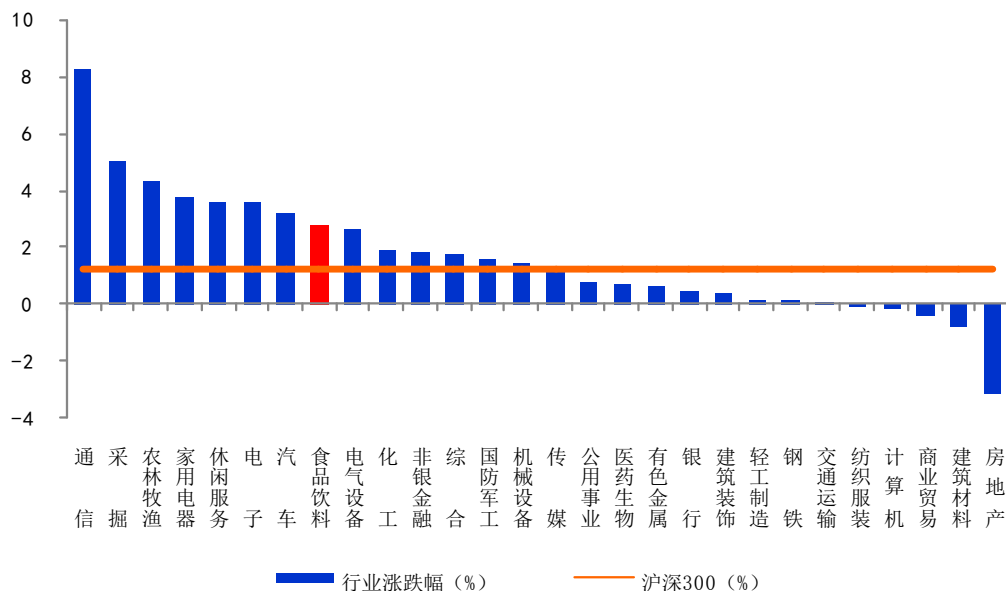
## 1. 市场行情回顾

### 1.1 上周 SW 食品饮料跑赢沪深 300 指数

上周各大指数都呈现了不同程度的上涨，其中上证综指、深证成指、创业板和沪深 300 指数涨跌幅分别为+1.17%、+1.70%、+1.84%和+1.26%。

申万 28 个一级指数中，排名前三的分别为通信、采掘和农林牧渔，涨跌幅为+8.25%、+5.02%和+4.29%；上涨幅度排名后三位的是房地产、建筑材料和商业贸易，分别为-3.14%、-0.83%和-0.39%。食品饮料板块上涨 2.83 个百分点，跑赢沪深 300 指数 1.57 个百分点，在 28 个一级行业指数中排第八位。

图表 1：上周 SW 一级行业指数排名（单位：%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

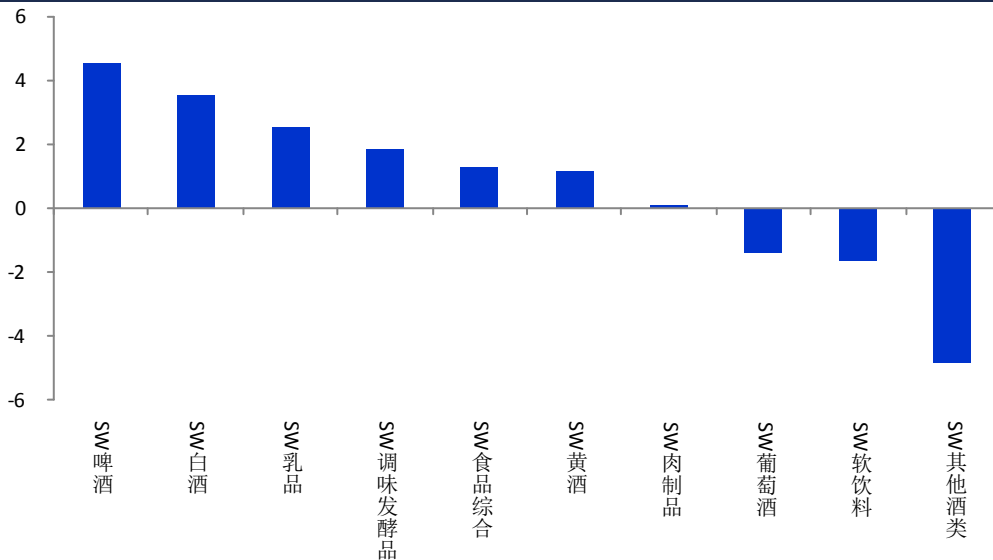
### 1.2 上周 SW 食品饮料各子板块表现

大多数子板块都实现了正收益，涨跌幅排名前三的分别是啤酒（+5.00%）、白酒（+4.25%）和乳制品（-1.19%），其他酒类（-4.85%）、软饮料（-1.67%）和葡萄酒（-1.43%）分列后三位。

最近两周食品饮料板块表现比较平稳，主要是受大盘整体影响，北上资金短期出现净流出，体现了防御板块的特性。我们始终认为，食品饮料始板块具备良好的抗风险能力。

从长期来看，国民可支配收入长期增长的趋势仍未改变，随着人民生活水平提高，食品饮料大多数子行业的基本面还是可以确定的。再加上一直是相对受外资青睐的板块，板块中仍有部分优质公司估值相对较低，可以择机进行配置。

图表 2：上周 SW 食品饮料各子板块排名（单位：%）



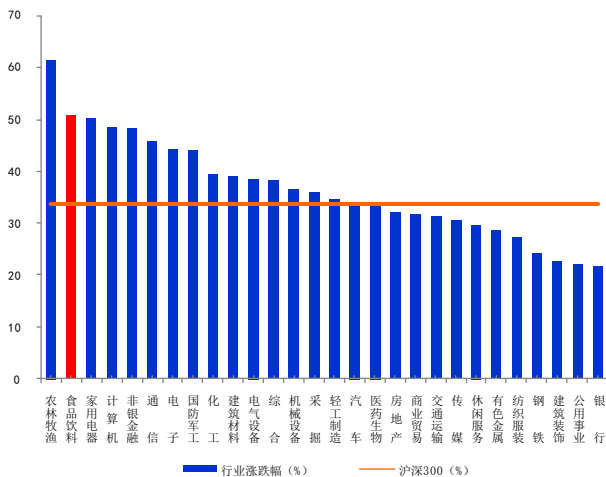
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

### 1.3 2019 年初至今 SW 食品饮料指数排名第三

2019 年元旦后至本周一，申万食品饮料指数上涨+50.74%，同期沪深 300 指数上涨 33.71%，食品饮料跑赢大盘 17.03 个百分点，涨幅排名在申万 28 个一级行业指数中列第二，较前一周前进一位；农林牧渔和家用电器分列第一、三位，涨跌幅为+61.38%和+50.23%；排名后三位的是银行、公用事业和建筑装饰，分别为+21.54%、+22.03%和+22.67%。

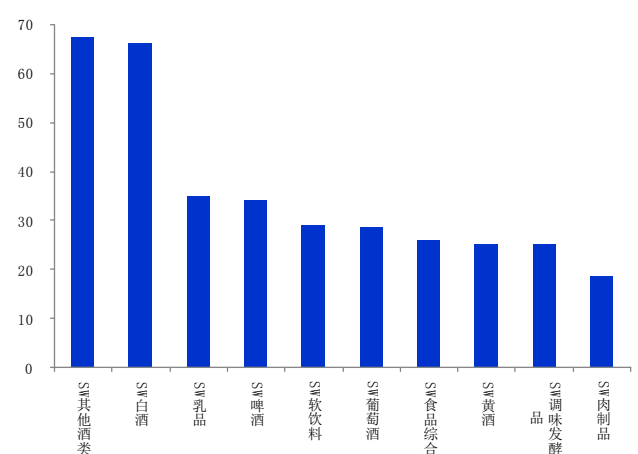
各子行业中，排名前三的分别是其他酒类（+67.49%）、白酒（+66.17%）和乳制品（+34.75%），肉制品（+18.74%）、调味发酵品（+25.17%）和黄酒（+25.24%）分列后三位。

图表 3：2019 年初至今 SW 一级行业排名 (%)



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 4：2019 年初至今 SW 食品饮料各子行业排名 (%)

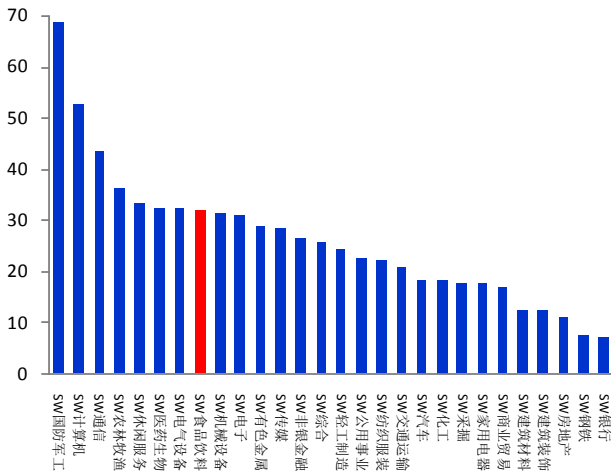


资料来源：Wind，华鑫证券研发部

## 1.4 估值处于历史中位水平

截至 2019 年 4 月 22 日，食品饮料行业动态估值为 31.99X，在所有申万一级行业中从高到低排第八位，较上周略有上升，已回到近四年的中等水平。

图表 5：SW 一级行业估值水平（单位：倍）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 6：SW 食品饮料静态估值 (PE/TTM)



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

## 2. 行业及公司动态回顾

### 2.1 2018 年中国市场推出的咸味零食数量占全球新品总数的 11%

全球领先的独立市场研究咨询公司英敏特新研究表明，亚洲引领着全球五分之四的咸味零食创新，中国是咸味零食创新领域的领头羊，中国市场推出的新品数量占据 2018 年全球咸味零食新品总数的 11%。美国以 8% 的新品发布占据第二名的位置，其次为印度 7%，印度尼西亚和日本各 5%——以上即全球五大咸味零食创新大国。中国同时也是全球领先的咸味零食消耗国，英敏特预计 2018 年中国零食市场总零售量将达到 552.1 万吨。之后分别为美国 375.4 万吨，印度 130 万吨，日本 58.2 万吨和墨西哥 55.7 万吨。

英敏特食品和饮料平台洞察总监 Marcia Mogelonsky 表示：“零食品类在全世界范围都是非常值得关注的，尤其是亚洲这个极具潜力的市场。全球五个咸味零食创新大国有四个在亚洲。亚洲地区尤其是中国，目前正引领着全球零食行业的发展。印度零食市场未来前景也非常可观。这不仅仅因为印度日益增长的人口数量推进了创新脚步，更因为这个国家有着丰富的零食口味选择和悠久的饮食传统。消费者乐于尝试他们所在国家和地区以外的食物和口味，使泛亚洲地区的食品创新变得非常令人期待。”

-----网易财经

## 2.2 营收 9.14 亿，净利 1.2 亿，甘源食品冲刺 A 股

近日，甘源食品披露招股说明书（申报稿）显示，拟在深交所上市。甘源食品首次公开发行股份 2330.4 万股，主要用于投资年产 3.6 万吨休闲食品河南生产线建设项目和营销网络升级及品牌推广。IPO 数据显示，甘源食品 2016 年度、2017 年度及 2018 年度本营收分别为 7.08 亿、7.88 亿和 9.14 亿，净利润分别为 4928 万、6213 万和 1.20 亿。报告期内，甘源食品销售毛利率分别为 36.40%、37.86%和 40.57%。

甘源食品自设立以来一直专注于休闲食品的研发、生产和销售，现已发展成为以籽类、炒货、坚果果仁和谷物酥类为主导的休闲食品生产企业，目前主要产品有瓜子仁、蚕豆、青豌豆、豆果、果仁、米酥、锅巴、麻花、江米条等在内的近百种多品类休闲食品组合。其中，瓜子仁系列、蚕豆系列、青豌豆系列均属于籽类炒货，是甘源食品收入的主要来源，三大系列销售规模均超过 2 亿，合计占总收入的比例合计达到 70%以上。

国内休闲食品行业正迎来迅猛的发展期，继而引发了上述这些休闲食品企业们试图通过资本市场，获得更多的资金和更大的市场空间，相信未来越来越多的休闲食品品牌陆续走上 IPO 之路。

-----食品饮料招商网

## 2.3 CBN Data: 2019 淘宝吃货大数据，什么食品深的人心

2019 年 4 月 16 日，财经商业数据中心（CBN Data）联合淘宝吃货重磅发布《2019 淘宝吃货大数据报告》，CBN Data《报告》线上食品消费市场概览显示：2018 年线上资深“吃货”近 3 亿人，丰富的线上食品品类，不断增强了“吃货”的线上消费粘性，越买越多、越买越频。零食、方便食品受“吃货”追捧，线上消费规模增长势头盛，女性是“吃货”主力，人数占比近六成，且消费黏性更高，男性“吃货”则稳步增长。

受社交媒体的影响，网红食品线上消费增长显著，90/95 后受网红、抖音同款影响大，同时颜值经济突破品类界限渗入食品品类，线上“高颜值零食”的消费在三年内呈爆发式增长，消费增速超过 400%，此外糖、酒、饼干是吃货们在线上关注颜值的三大品类。小份装食品成趋势，订单量逐年上升，其中小袋装的肉干、坚果等零食尤其受欢迎；家庭规模小型化趋势也促使小份装米面杂粮、粮油调味品涌现，吃得新鲜放心。论地域零食口味之争，CBN Data《报告》揭晓，中部和西部地区偏爱咸辣味零食；酸甜口味分布则“两极分化”，岭南地区和北方省份更偏爱酸甜味零食，上海则夹在“咸味拥趸”江浙之间，坚持对酸甜味零食的追捧。

-----食品代理网



## 2.4 百事公布 2019 一季报，营收 128.8 亿美元，净利润 14.1 亿美元

FoodBevDaily 4 月 19 日讯，百事集团近日公布了 2019 年季度财报，财报显示一季度百事实实现营收 128.8 亿美元（约合人民币 864.11 亿元），超出预期。当季收入增长达到 5.2%，总核心营业利润率增加 78 个基点至 15.48%。

由于菲多利北美公司、百事可乐北美饮料公司以及所有国际业务部门的强劲有机增长，百事可乐在季度实现了可观的增长。报告显示，百事可乐季度净利润为 14.1 亿美元，每股收益为 1.00 美元，相比之下去年同期的净利润为 13.4 亿美元，每股收益为 94 美分。

去年 10 月就任百事可乐首席执行官的龙嘉德后来对投资者表示，良好的业绩显示出百事在产品类别、品牌和投资组合方面的“健康和弹性”。“我们对季度的业绩感到满意，尽管不利的外汇兑换对我们报告的净收入表现产生了负面影响，但我们的潜在有机收入增长在本季度加速至 5% 以上。菲多利北美公司和百事可乐的每一个国际部门都实现了特别强劲的运营业绩，百事可乐北美饮料公司季度净收入连续加速增长。”

-----中国食品报

## 2.5 2019 年 1-3 月中国啤酒产量 846.7 万千升，增长 3%

2019 年 3 月，中国规模以上啤酒企业产量 309.0 万千升，同比增长 1.2%。2019 年 1-3 月，中国规模以上啤酒企业累计产量 846.7 万千升，同比增长 3.0%。（规模以上啤酒企业起点标准为年主营业务收入 2000 万元。）

-----中国国际啤酒网

## 2.6 德国啤酒价格上扬海外需求有增无减

德国人对啤酒的热情显然已经大不如前，从总体趋势来看，随着啤酒价格的不断上涨，德国的啤酒消费量也在不断下降。联邦统计署 2019 年 4 月 18 日在威斯巴登宣布，去年啤酒及啤酒类混合饮料的价格上涨了 3.5%，明显高于 1.9% 的总体通货膨胀率。

尽管价格上涨，2018 年德国啤酒酿造企业比上一年度增产了 18 万千升，总量达到 870 万千升，增幅 2.2%。联邦统计署认为，去年较长的酷暑天气以及世界杯足球赛，都对啤酒消费起到了促进作用。相比之下，啤酒出口几乎没有变化，只增长了 0.1%。2018 年啤酒出口总量为 160 万千升，价值 12 亿欧元。虽然出口增幅几乎可以忽略不计，但从 2013 年开始，啤酒出口占生产总量的比例已经从 11.7% 增加至去年的 18%。

联邦统计署的数据显示，尤其是在欧盟以外的国家，过去几年德国啤酒的销量有明显提升。就总量而言，德国啤酒的最大买家是意大利，排名第二的是中国，荷兰居第三位。

德国啤酒酿造业联合会主席艾歇勒（Holger Eichele）表示：“亚洲市场对德国酿造业的意义越来越大。欧洲各国由于人口的老龄化发展，啤酒需求量基本都在下滑。

南欧国家的经济疲软也使上述国家对德国啤酒的需求出现下降，特别是 2008 年的银行危机曾一度使啤酒进口陷入停顿。当地的啤酒市场至今仍未恢复元气。在中国，中产阶级在稳步发展壮大，喜欢啤酒的人越来越多，特别是德国啤酒在中国有良好口碑。过去几年，中国已经发展成为德国啤酒的重要市场。”

-----德国之声中文网

## 2.7 推动中国乳业多元发展，优化乳制品结构

近年，随着国民健康意识不断提升，对乳制品益处认知大大加强，中国乳制品市场迸发出前所未有的活力与潜力。据中国乳制品工业协会报告数据显示：我国年人均乳制品消费量已从二十年前的不足 6 公斤，提高到 36 公斤，喝奶已逐渐融入日常饮食习惯；尽管如此，中国人均乳制品消费量仍不足世界人均消费量的三分之一，不足亚洲人均量的二分之一。《2018 年中国人奶商指数调查报告》数据显示：近八成中国消费者乳制品摄入量不达标，超七成人仅食用牛奶和酸奶，消费类型非常单一，“喝奶”是主要的消费形态。

由于饮食文化差异，中国与欧美国家乳品消费量差距主要体现在“吃奶”不足上，据中国乳制品工业协会数据显示，中国人均奶酪消费量仅为 0.1 公斤/年，与荷兰人均消费 21.6 公斤/年、美国人均消费 15 公斤/年的差距显而易见。中国乳制品工业协会原理事长宋昆冈指出：近些年，国内干酪市场快速增长，进口量激增，彰显国人对于干酪产品日渐增长的需求。但受饮食习惯、价格、政策层面等因素影响，国内干酪生产企业发展遭遇难点。由于现行干酪国标对霉菌和酵母菌限量的规定，大量优质干酪产品进口受限，不利于丰富奶酪产品的市场供给，中国干酪市场发展任重道远。

-----中国乳制品产业网

## 2.8 香飘飘一季度果汁茶收入 1.71 亿元，即饮业务开启高速增长

4 月 20 日，半个多月前刚交出亮眼年报的“中国奶茶第一股”香飘飘(603711.SH)发布 2019 年一季报，业绩迎来开门红：公司一季度共实现营收 8.37 亿元，同比增长 28.26%；归属于上市公司股东的净利润 0.52 亿元，同比增长 83.61%。

一季度以来，公司一方面延续了“冲泡+即饮”的双引擎策略，以及深入推行“经销商一体化”和渠道深耕下沉，保证了公司产销体系的优化升级以及市场的进一步挖掘；另一方面，公司在湖州、天津、广东、成都等地投建的多条液体生产线，将为市场反应热烈的战略新品-Meco 果汁茶提供更多的产能，有利于驱动后续公司业绩的进一步稳健增长。

业绩报告显示，香飘飘一季度两大主要业务板块同比均实现了增长：在冲泡产品上，一季度实现营收 6.23 亿元，同比增长 6.56%。业绩稳增主要得益于公司不断推陈出新，注重补全和改善产品结构，从而满足了不同人群的多元化消费需求；在即饮产品上，受益于果汁茶的迅速放量，该板块实现营收 2.05 亿元，同比大涨 232.6%。报告显示，果汁茶产品在一季度贡献了 1.71 亿元的销售收入，成为报告期内香飘飘新增销



售收入的主要来源，同时其也已成为公司产品体系中增长最快的一项单品。此外，公司还将着力推进液体生产线的建设，从产能上满足果汁茶不断释放的市场需求。未来随着湖州、广东、天津、成都液体产线的相继投产，果汁茶产品在全国范围内的覆盖能力将显著增强。

-----中国食品饮料网

## 2.9 尼尔森：中国白酒市场分析报告

全球化监测和数据分析公司尼尔森发布的最新《尼尔森 2018-2019 酒类趋势研究报告》显示，92%的白酒消费人群在 2018 年购买白酒的实际花费维持或超出了前一年。与此同时，白酒市场呈现出一种理性消费趋势，消费者不再盲目地追求高端白酒，更契合大众消费者需求的价值型产品领涨市场。

2018 年中国经济运行平稳，国家优化营商环境，推动高质量发展的举措再显成效。尼尔森消费趋势指数虽然在第二和第三季度有轻微回调，但全年仍然延续了过去两年的增长势头，达到了 113 的较高水平。良好的就业预期和稳定的个人经济状况拉动了消费意愿的大幅提升，这也体现在了国人对于酒类的消费上。

大众酒持续调整，行业集中度加强，低产小厂产品和资质较差的经销产品逐渐被清退出市场。大众酒销售份额的下降，实际上是细分市场内部调整，去劣存优的表现。中端酒（150-300 元价位段）保持稳中有进的态势，次高端白酒（300-700 元价位段）表现最为突出，连续两年都保持了 20%以上的增长。整个白酒市场呈现出一种理性消费，价值回归的趋势，消费者不再盲目地追求高端白酒，对低端白酒也表现出了更高的要求，次高端和中端这类性价比高的产品挑起大梁，带动了行业增长。

-----糖酒快讯

## 2.10 600 吨飞天茅台直投商超、卖场，要求价格可控、流向可查

根据 4 月 19 日公布的《贵州茅台酒首批全国商超、卖场公开招商公告》和《贵州茅台酒首批贵州本地商超、卖场公开招商公告》，茅台酒首批公开招商具体的要求方面：

一、全国范围将选择 3 家服务商，供应 400 吨飞天茅台酒，每家服务商的供货量按照综合排名先后顺序分别为 150 吨、130 吨、120 吨。

二、贵州本地将选择 3 家服务商，供应 200 吨飞天茅台酒，按照综合排名先后顺序分别为 80 吨、70 吨、50 吨。

在对服务商资格条件中，公告提到“总部统一销售定价机制和价格管控机制”以及“总部统一销售定价机制和价格管控机制，总部统一的自有物流，可快速将货物分送至各门店”；通过商超、卖场的公开招商工作，建立终端零售商发展标准化工作流程，真正做到“以市场和顾客为中心，形成产品价格可控、流向可查，消费者数据可共享、消费者放心购”，其中“价格可控、流向可查”不言而喻，对投放的这 600 吨茅台酒价格以及进销存给出了最直观的注脚。

600 吨飞天茅台酒，粗略换算为成品酒将超过 120 万瓶（53 度新飞天茅台 500 毫

升的实际重量小于 0.5kg), 而众所周知, 飞天茅台官方指导价是 1499 元。

根据官方消息, 2019 年将供应 3.1 万吨茅台酒, 其中 1.7 万吨用于与经销商签订经销合同, 此举意味着理论上最多能有 1.4 万吨茅台酒可用于直销和自营, 新增的直销和自营计划量, 再加上反复强调的政治价格哲学, 保证了茅台把控价稳市的底气稳稳地揣进兜里。

-----糖酒快讯

### 3. 本周观点

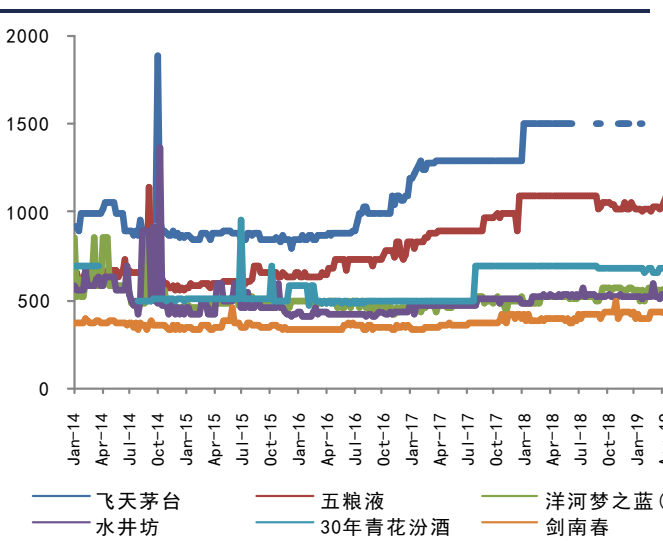
最近两周食品饮料板块表现比较平稳, 主要是受大盘整体影响, 北上资金短期出现净流出, 体现了防御板块的特性。我们始终认为, 食品饮料板块具备良好的抗风险能力, 长期来看, 板块中仍有部分优质公司估值相对较低, 可以择机进行配置。

建议关注区域型白酒龙头、休闲食品、保健品等以及此类行业中估值具有相对优势的上市公司, 如贵州茅台、五粮液、山西汾酒、古井贡酒、好想你、汤臣倍健、西王食品等。

### 4. 风险提示

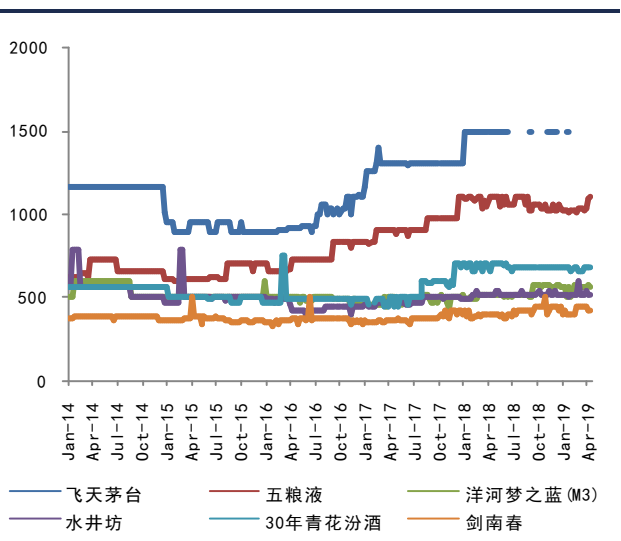
消费增速不达预期、行业政策变动风险、食品安全问题等。

图表 7: 一号店白酒价格 (单位: 元)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 8: 京东白酒价格 (单位: 元)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

**分析师简介**

万蓉：英国赫尔大学，商业管理硕士，主要研究和跟踪领域：大消费

**华鑫证券有限责任公司投资评级说明**

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

## 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司  
研究发展部  
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号  
邮编：200030  
电话：(+86 21) 64339000  
网址：<http://www.cfsc.com.cn>